

Pensioenfondsen hebben discipline nodig

23 oktober 2001 | Het Financieele Dagblad

Door: Boot, A.

Arnoud W.A. Boot

'Pensioenfondsen in gevaar', 'pensioendekking dubbeltje op zijn kant'. Wie de laatste weken de krant heeft opengeslagen, ontkomt niet aan de indruk dat er iets mis is. Een correctie op de aandelenbeurzen, die overigens nog steeds koersen laten zien die een veelvoud zijn van die van tien jaar geleden, heeft een bres geslagen in de reserves van de pensioenfondsen.

Het probleem is dat de toekomstige verplichtingen van pensioenfondsen grotendeels geïndexeerd zijn aan de loonontwikkeling en de dekking bestaat uit belegde pensioenpremies die een onzeker rendement kennen, althans in het geval van de steeds populairder wordende beleggingen in aandelen. Het pensioenfonds zit dus in een spagaat: zijn soliditeit hangt af van het netto-effect van de arbeidskostenontwikkeling en de rendementen op zijn beleggingen. Maar enige geruststelling is op zijn plaats, echt failliet kan een fonds niet gaan omdat als het nodig is de premies veelal kunnen worden verhoogd, om zo de verplichtingen weer gedekt te krijgen.

Degenen die niet zo thuis zijn in deze materie zullen onbewust aan de overheid moeten denken; ook zij kan als het even tegen zit de inkomsten verhogen, en dit gaat dan via wat heet belastingen. Deze analogie kan verrassend ver worden doorgetrokken. Ontkomen aan de overheid en het afdragen van belasting is moeilijk. Ontkomen aan pensioenfondsen is niet veel makkelijker. Een bedrijf is verplicht zich aan te sluiten bij het bedrijfstakpensioenfonds, en zijn werknemers moeten aan het pensioenfonds meedoen. Pensioenen en pensioenfondsen hebben dus een hele speciale positie. En met een speciale positie is er meestal een gebrek aan discipline ...

Het is op zijn minst opmerkelijk dat pensioenfondsen zich als overheden mogen gedragen. Zij zijn er om de pensioenopbouw van individuen te regelen. Aangezien pensioenfondsen vastzitten aan ondernemingen of een bedrijfstak, en werknemers niet (zij willen soms van baan veranderen), moeten werknemers hun pensioenaanspraken tegen een juiste waardering kunnen meenemen. Dit vereist een zakelijk contract tussen individu en pensioenfonds waarbij in ruil voor het betalen van premies aan het pensioenfonds, het pensioenfonds welomschreven verplichtingen heeft aan het individu. En een zakelijk contract tussen pensioenfonds en werkgever is eveneens nodig omdat deze laatste veelal de pensioenpremies afdraagt.

Deze zakelijkheid is in onvoldoende mate aanwezig. Pensioenfondsen mogen beleggen op een wijze waarbij ondernemingen aangesproken kunnen worden op ontstane tekorten. Maar de financiële toestand van de ondernemingen zou in de toekomst onvoldoende kunnen zijn om de tekorten op te vangen. Veelal zijn daarom de pensioenaanspraken van pensioengerechtigden niet volledig gegarandeerd. Zakelijkheid vereist dat pensioenfondsen een eenduidige verplichting hebben naar de pensioengerechtigden, en opereren op een wijze waarbij zij niet afhankelijk zijn van het wel en wee van premiebetalende bedrijven.

Deze combinatie vereist dat pensioenfondsen die een aanzienlijk deel van hun middelen in aandelen willen beleggen over grote buffers moeten beschikken. De noodzakelijke omvang moet niet worden onderschat. Beleggingen in aandelen zijn riskant, en ondanks allerlei pogingen van pensioenfondsen om met geavanceerde asset liability-managementmodellen aan te tonen dat de dekking van pensioenverplichtingen geen gevaar loopt zelfs bij een beleggingsmix die voor meer dan 50% uit aandelen bestaat, is dat wel het geval. In de praktijk betekent dit dat zelfs bij een relatief grote buffer pensioenfondsen aandelen zouden moeten verkopen zodra de markt door een neerwaartse correctie gaat. Aangezien pensioenbesturen en -fondsen dat meestal niet willen, ontstaat na een correctie een ongewenste situatie met nog steeds een aanzienlijke belegging in aandelen maar nu zonder de buffers.

Hier ligt een grote verantwoordelijkheid voor de toezichthouder, namelijk de Pensioen- en Verzekeringkamer. Zij moet te allen tijde een minimale buffer vereisen die in omvang afhankelijk is van het risico van de beleggingen, de beleggingsmix dus. In de praktijk betekent dit dat een pensioenfonds gedwongen wordt aandelen te verkopen als de minimale buffer in zicht komt. Immers, door naar een veiliger beleggingsmix te gaan, heeft het op dat moment weer een extra buffer gecreëerd. Met een transparante rapportage van pensioenfonds aan de toezichthouder is dit te regelen. Een wezenlijk implementatieprobleem is er niet.

De wijsneuzen die deze oplossing bekritisieren vanwege mogelijke procyclische effecten - door te moeten verkopen als de beurs omlaag gaat, krijgen de aandelen nog een extra klap, wat destabiliserend kan zijn voor de economie - vermengen de noodzaak van adequaat toezicht op pensioenfonds met macro-economische doelstellingen als de stabiliteit van de economie. Deze vermenging van doelstellingen past bij een planeconomie maar niet bij een markteconomie. Pensioenfonds zijn bedrijfjes, en zij moeten de juiste prikkels krijgen voor een doordacht beleggingsbeleid. Een verplichting om hoe dan ook orde op zaken te moeten stellen als zaken mislopen - aandelen verkopen als de minimale buffer in zicht komt bijvoorbeeld - zal zeer disciplinerend werken en opportunistisch gedrag tegengaan.

Het wordt dus niet alleen tijd om van pensioenfonds zakelijkheid te eisen, maar ook om diezelfde pensioenfonds zakelijk tegemoet te treden. Dat gaat veel verder dan louter het toezicht op deze fondsen. Hoe blij we ook mogen zijn met ons pensioensysteem - in tegenstelling tot veel andere landen zijn pensioenaanspraken bij ons in principe gedekt door vooraf betaalde premies - is er geen doorslaggevende reden om de beschermde positie van pensioenfonds te handhaven.

In de vrije maatschappij waarin wij leven zou het bepalen van het gewenste pensioen ieders eigen verantwoordelijkheid moeten zijn, met uitzondering van opbouw tot een bepaald bestaansminimum. Bij wie iemand zijn pensioen wil onderbrengen, zou ook niet dwingend mogen worden voorgeschreven. Inderdaad, de gedwongen winkelnering bij pensioenfonds moet op de helling, maar in afwachting daarvan is zakelijkheid in het toezicht op pensioenfonds toch wel het minste waar pensioengerechtigden recht op hebben.

Arnoud W.A Boot is partner bij McKinsey & Co en hoogleraar financiële markten aan de Universiteit van Amsterdam.

Metadata

| | |
|------------------|-------------------------------|
| Publicatie Datum | dinsdag, 23 oktober 2001 0:00 |
| Auteurs | Boot, A. |
| Bron | Het Financieele Dagblad |
| Copyright Jaar | 2001 |
| Categorie | Optiek |
| Pagina Nummer | 11 |
| Volgnummer | 5 |